



Aproximación a un Análisis Institucional de los Bonos



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Universidad del Salvador.

Maestría en Relaciones Internacionales.

Martín Andrés Guinart.

Director de Tesis: Alexandre Roig

Indice

Introducción.

Metodología.

Capítulo I: “El Comienzo de la Relación”.

Capítulo II: “Noción de Deuda”.

- La deuda primordial, privada y social.

Capítulo III: “Institucionalismo y Relación”.

- El institucionalismo en las ciencias políticas.
- Los nuevos institucionalismos en economía.
- Los nuevos institucionalismos en sociología.

Capítulo IV: “Relaciones Integradas”.

- Componente funcional.
- Lo simbólico y las redes simbólicas sancionadas.
- Componente imaginario.

Capítulo V: “La Relación del Comienzo”.

Conclusión

Anexos

- A. Prospectos de emisión.
- B. Plan Brady.
- C. Anexo técnico del Plan Brady.
- D. Gráficos.
 - 1.1
 - 1.2
 - 1.3

Bibliografía

*"Somos víctimas - pensaba yo - de un doble espejismo
Si miramos afuera y procuramos penetrar en las cosas, nuestro mundo externo pierde solidez y
acaba por disipárenos cuando llegamos a creer que no existe por sí, sino por nosotros. Pero
si convencidos de la íntima realidad, miramos adentro, entonces todo nos parece venir de
afuera, y es nuestro mundo interior, nosotros mismos, lo que se desvanece.*

*¿Qué hacer entonces?"*¹

Introducción

En primera instancia y antes de comenzar a describir la temática del presente trabajo de investigación, nos proponemos proveer al lector de un marco internacional para el entendimiento y comprensión de la disciplina, sobre la cual, versará parte del tema elegido a tratar en las siguientes páginas. Sin entrar en ejemplificaciones que hacen a la justificación, los próximos párrafos dan una idea de la noción de interdisciplina a la que nos enfrentamos cuando elegimos investigar un tema tan diverso, desde el punto de vista de su aplicación en la sociedad y de su significado como tal, como ser los bonos.

Nuestro trabajo tomará a los bonos emitidos en el año 1992 ^{por} en la República Argentina bajo el llamado Plan Brady como centro de la investigación y los analizará, reinterpretándolos bajo una nueva propuesta, para repensar a los mismos. En este contexto, es pertinente mencionar la problemática internacional de inserción de las Relaciones Internacionales, de gran importancia para la comprensión del trabajo de tesis que estamos proponiendo.

Las Relaciones Internacionales como disciplina científica inician su recorrido a partir de la Primera Guerra Mundial, pero tienen sus fundamentos históricos en otras disciplinas más antiguas que, en mayor o menor medida, han contribuido a su desarrollo: la historia diplomática, el derecho internacional y la diplomacia entendida como ciencia; pero no puede desconocerse que otras ciencias no estrictamente internacionales han contribuido igualmente a su génesis e incluso continúan desempeñando un papel clave en su actual desarrollo². En concreto, la ciencia política, la sociología y la economía han tenido también un papel destacado en esta génesis.

¹ Machado Antonio, *Campos de castilla*, Ed. Geoffrey Ribbans, Ed. Cátedra Letras hispánicas, Madrid, 1997, p. 274.

² Quincy Wright, establece que "al menos ocho disciplinas (derecho internacional, historia diplomática, ciencia militar, política internacional, organización internacional, comercio internacional, economía, diplomacia) han contribuido a su desarrollo".

Interesa destacar que la preocupación científica aparece como un aspecto del movimiento intelectual en los siglos XIX y XX.

Los cambios estructurales experimentados por la Sociedad Internacional a consecuencia del desarrollo tecnológico e industrial, la influencia creciente que en las Relaciones Internacionales tienen los movimientos sociales y políticos, la heterogeneidad de la Sociedad Internacional a partir de la revolución bolchevique, los horrores de la Primera Guerra mundial y el deseo de instaurar un orden de paz y seguridad, ^{de} la responsabilidad que ese mundo cambiante y complejo recae sobre las grandes potencias, la toma de conciencia del papel que juegan los factores ideológicos, económicos y sociales y de protagonismo internacional de otros actores distintos de los Estados, el desarrollo cada vez más intenso de la cooperación entre los Estados - consecuencia de la creciente interdependencia entre los mismos - la acentuación de la interrelación entre la política interna de los Estados y su política exterior, los problemas vitales a los que se enfrenta la humanidad y la preocupación científica que origina la elaboración de una teoría de la sociedad, son algunos de los factores que contribuyen a generar la necesidad de individualizar el estudio de las Relaciones Internacionales y de desarrollar una disciplina que se ocupe de la Sociedad Internacional en cuanto a tal.³

En pocas palabras, partimos de una interdisciplina evidente en la formación, estudio y continuidad de las Relaciones Internacionales.

Sería en vano e inútil desestimar cualquiera de sus componentes integrantes, aunque los períodos históricos relativicen algunos sobre otros en diferentes momentos del tiempo.

Tanto la economía como la sociología, la filosofía y la psicología forman grandes bloques dentro del estudio del desarrollo y continuidad de dicha ciencia.

Retomando el tema propuesto en este trabajo de investigación, debemos hacer notar que el instrumento de análisis, los bonos, son por definición instrumentos de deuda, mejor dicho, de diferimiento de las mismas en el tiempo.

Tienen por demás una dimensión y un carácter internacional por definición; las deudas pueden ser entre individuos a su vez que entre Estados.

Las Relaciones Internacionales han tomado un carácter tenso en los últimos años por los problemas de la cesación de pagos de deuda de los países emergentes en detrimento de los desarrollados.

³ Del Arenal, Celestino, *Introducción a las Relaciones Internacionales*, Ed. Taurus, Madrid, España, 1991.

Las relaciones de poder, entre estos actores están determinando y transformando las políticas exteriores y en muchos casos las políticas internas de los países. Estas maneras de actuar se formalizan en la diplomacia y el derecho internacional.

Por ende los bonos adquieren un grado de importancia a tener en cuenta por los estudios presentes y futuros de las Relaciones Internacionales, ya que gran parte de las deudas de estos países emergentes está puesta en el mercado de bonos internacionales. Un claro ejemplo de esto es el reconocido Plan Brady por el cual parte de la deuda de los países de América Latina se transformó en bonos cotizables en mercados desarrollados, asegurados por éstos mismos. Casos muy similares se pueden encontrar en el Viejo Continente y Asia.

Mediante la tecnología y el avance de la globalización los mercados ya no conocen fronteras. Las deudas trascienden los límites geográficos y, por ende, los bonos se comercian y negocian en la gran mayoría de los países del mundo entero, independientemente de su grado de desarrollo y de su ideología política.

Esta tesis propone hacer un análisis concreto sobre el estudio de los bonos, dando por supuesto su carácter internacional de suma relevancia. Girando en torno a la constitución social de fenómenos internacionales, a saber, los bonos como instrumento complejo de deuda, bajo estudio.

Proponemos esta investigación planteando una interdisciplina de la cual la ciencia misma, nace, se desarrolla y se transforma en un mundo por demás cambiante que le da forma.

Este análisis ahondará en la economía, la sociología y la psicología, ciencias que son parte directamente formacional de las Relaciones Internacionales. Nos proponemos demostrar que el análisis concreto de este instrumento es acotado bajo las formas de estudio actuales (sólo formas funcionales) y que es necesario una recompreensión e interpretación del mismo bajo formas más amplias.

Pretendiendo dar una visión institucional de los bonos, demostraremos que son mucho más que simples funciones matemáticas y, por lo tanto, las Relaciones Internacionales se verán favorecidas por este aporte a un instrumento que es componente central de la sociedad actual.

Siguiendo esta línea de argumentación y comenzando a delimitar el campo de investigación, demostraremos que los bonos tienen tres dimensiones importantes y a tener en cuenta por parte de nuestro estudio. Estas se pueden definir en términos de consecuencias que los mismos tienen sobre la sociedad en la cual funcionan, la economía para la cual sirven y la política por la cual nacen. En primera instancia, partiremos del bono como un instrumento de deuda, que tiene repercusiones sobre los tres niveles mencionados anteriormente.

La principal consecuencia de este tipo de instrumento consiste en que incluye soluciones por una de las caras de la moneda pero incurre en problemáticas concretas en lugares íntimamente relacionados para los que pretendían dar respuestas aparentes.

Dicho de otro modo, las repercusiones o consecuencias abarcan un espectro mucho más amplio que el objetivo inicial o primero por el cual el bono es creado en el seno de una sociedad misma. Con esto queremos decir que una de las razones principales por la cual se emiten los bonos es por una implicancia o una necesidad económica-financiera puesta en práctica a partir de una decisión política concreta y en un momento del tiempo especificado previamente.

No obstante, las consecuencias son aun más abarcativas que la simple utilización del instrumento financiero de deuda para postergar o comenzar una relación de pagos entre el deudor y el acreedor que podría de por sí extenderse largamente en el tiempo.

Cuando el bono cobra vida y forma parte de la sociedad, la misma no está sujeta a iguales consideraciones que si el instrumento financiero no estuviera presente; aquí es donde se comienzan a ver los puntos de contacto con los problemas sociales que estos tipos de instrumentos traen consigo.

Podríamos citar el caso de los países llamados "sub-desarrollados" o "en desarrollo" de América Latina donde el problema de la deuda externa ha escalado a niveles altamente conflictivos.

Las crisis de deuda externa de América Latina hicieron eclosión en el año 1982. A pesar de los programas de rescate de los acreedores, el problema de pagos tendió a agravarse a lo largo de la década. De hecho, a fines de los años ochenta la gran mayoría de los países de la región estuvo en moratoria de pagos con uno o más de sus acreedores extranjeros.

Así, dicha moratoria se convirtió en un tema de importancia para la gestión económica y social de los países latinoamericanos y para el sector público en particular, ya que este último es usualmente responsable de gran parte de la deuda externa. Con esto no pretendemos dejar de lado a las entidades privadas, muchas de las cuales, a través de procesos de licuación de deudas, salieron airoso de situaciones comprometidas. Este tipo de procesos podemos encontrarlo en varios de los períodos de la historia Argentina y, por ende, Latinoamericana.

La creciente magnitud del servicio de la deuda, junto con el colapso del acceso al refinanciamiento desde 1982, dio lugar a la exigencia a los países deudores de efectuar grandes transferencias de recursos financieros a sus acreedores. Los problemas de ajuste, en asociación con la dimensión externa de la transferencia, fueron percibidos inmediatamente, generando un vivo debate e importante análisis en todos los países relacionados con esta problemática. Sin embargo, el reconocimiento de la contrapartida interna de la transferencia de recursos al exterior (es decir, la captación de ingresos fiscales para enfrentar el servicio de la deuda pública externa) se demoró muchísimo tiempo.

Si bien los obstáculos para acomodar la transferencia, tanto en su dimensión externa como interna, son formidables, es la interna la que ha demostrado ser la más intratable. Inicialmente los gobiernos pudieron acomodar la transferencia interna a través de un mayor déficit fiscal. Pero ello dio lugar a otros desequilibrios y problemas en el funcionamiento de la economía (como la inflación) que, a la larga, resultaron insostenibles. Fue en los ámbitos sociales donde la repercusión de estas problemáticas desangró los territorios contribuyendo al aumento del hambre y la pobreza, conjuntamente con la paulatina eliminación de la toma de decisiones de los países endeudados sin verse influidos por sus situaciones financieras.

Podemos pensar a la política desde una mirada utilitarista y decir que en este tipo de casos se limita su poder de servir a los países para aumentar su bienestar, ya que está obligada por los pagos de deuda y continuas reestructuraciones en el ámbito económico que terminan sumando cada vez más problemáticas sociales.

Por esta razón mencionamos anteriormente que los bonos que fueron creados bajo la figura del Plan Brady en América Latina para reestructurar las deudas externas de estos países, no sólo han tenido consecuencias sobre la economía sino que extienden su sombra a la sociedad y traen aparejado con ellos situaciones complejas que no se pueden observar sólo desde su aspecto económico financiero.

Por ello, una de las interrogantes que comienza a surgir de estas páginas, es de qué forma podríamos pensar a los bonos de deuda, emitidos en el año 1992 en Argentina, a fines de darles un aspecto más real y abarcativo que el surgimiento del mismo como un instrumento puramente funcional.

El significado de la palabra “*funcional*” será abordado en capítulos posteriores; sólo la incorporamos a esta introducción a fin de hacer ver que de no analizar a los bonos de esta forma, estaríamos dejando de lado otros elementos que hacen del mismo algo más un instrumento financiero de deuda.

Encontramos también otros elementos, íntimamente relacionados con los bonos Brady que hacen entrever estas problemáticas que exceden lo funcionalmente económico.

A modo de ejemplo, si nos fijamos en los prospectos de emisión de estos bonos⁴, en la comunicación “A” 2015 del Ministerio de Economía, la primera característica distintiva es el año de vencimiento de los mismos.

Dicha comunicación dice lo siguiente:

“El Banco Central de la República Argentina comunicó que de acuerdo con la autorización conferida por el Decreto N° 407/93, que aprobó en todas sus partes el texto de los contratos con sus documentaciones conexas y sus anexos referidos al “Plan Financiero 1992”, la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos dispuso, mediante Resolución N° 131 del 17 de mayo de 1993, entre otros bonos, la emisión de:

1. *Bonos Garantizados a Tasa Flotante de la República Argentina Vencimiento 2023 en Dólares Estadounidenses (DISC)*
2. *Bonos Garantizados a Tasa Fija de la República Argentina Vencimiento 2023 en Dólares Estadounidenses (PAR)*

⁴ Ver Anexo A para ampliar este tema.

Puede desprenderse de ello, que este tipo de decisión política fundamentada en una necesidad económica financiera no sólo actuó de forma *funcional* - ya que el Plan Brady nace en el año 1992, durante el período inicial de la primera presidencia de Carlos Saúl Menem – sino que además de influir a las personas de esa época, comprometió y sigue comprometiendo a generaciones futuras bajo el yugo del deber de pago a los acreedores extranjeros, teniendo en cuenta que el vencimiento de estos bonos es en el año 2023.

Las situaciones del país, sus presidentes, ministros, personas podrán cambiar pero la responsabilidad del pago continuará vigente por muchos años más.

Asimismo, no debemos desestimar las relaciones de poder que se establecen con los países acreedores de la deuda, evidenciables también en los prospectos de emisión de los bonos, donde la manera de actuar para personas de los Estados Unidos es diferente a la de los no estadounidenses, teniendo los primeros claros privilegios frente a los segundos⁵. Esta relación establece un posicionamiento entre personas de distinta nacionalidad frente al mismo instrumento financiero, que de por sí debería funcionar igual para cualquier tenedor que quisiera poseerlo.

Tomaremos también la noción de deuda y la desarrollaremos más adelante, pero sólo dejamos entrever que la deuda como cuestión de pertenencia social ha sido dejada de lado por la teoría económica liberal en nombre de una visión que identifica la sociedad solamente con los mercados.

Esta teoría intenta describir con relativas argumentaciones a productores, consumidores y propietarios, pero ciertamente no nos dice demasiado en cuanto a ciudadanos y naciones. La teoría del equilibrio general ilustra esta aproximación cuando considera un conjunto de cambistas que no se distinguen más que por los gustos y los recursos iniciales. Fuera del mercado, ninguna forma social es tomada en cuenta. Todo individuo en tanto ser humano, pertenece de pleno derecho a esta sociedad de mercados ideales.

Los únicos lazos sociales que toma en consideración esta teoría son los lazos contractuales. Ellos tienen por fundamento el compromiso voluntario de las partes co-contractuales. Se comprende así, que la economía sea mal utilizada para abordar la cuestión de las identidades colectivas.

⁵ Ver Anexo A, "Discount Bonds" y "Par Bonds".

Como desarrollaremos más adelante, la noción de deuda primordial de igual manera como Charles Malamoud⁶ ha trabajado, aparece como un punto de partida pertinente para pensar el sujeto económico desde un punto de vista no tan aparentemente *funcional* como lo propone la teoría neoclásica del equilibrio general, la cual ve el origen de la deuda como una noción puramente económica financiera.

Para ello haremos referencia a la noción de deuda primordial propuesta por la Nueva Teoría de la Regulación⁷.

En el camino de argumentación introductoria desarrollado, hemos revisado la literatura más influyente en el análisis referente al estudio de los bonos y comprobamos que estos han sido estudiados solo en su aspecto financiero y funcional.

Para profundizar en esta línea y como mencionábamos, muchos son los autores de referencia y existe una extensa bibliografía con respecto a nuestro objeto de estudio, bajo una problemática nueva y original. Para ser más claros, dividiremos este actual estudio de la bibliografía presente en sus diferentes características proponiéndolo como un pequeño estado del arte por cada una de ellas.

Empezaremos por aspectos relacionados a su definición para continuar con su valuación, aspectos generales y esferas de implementación.

En materia de definición y estados generales de aplicación y estudios de los bonos, Ross Stephen A. es un autor considerado de referencia junto con Westerfield Randolph W. y Jordan Bradford⁸.

⁶ Profesor Emeritus en el DES Hautes Etudes, ciencias Religieuses de Ecole Pratique del DES de la sección, (Sorbonne), París, Malamoud es uno de Indilogistas más reconocidos del mundo, especialista en los estudios de Veda y de Sanskrit. Sus publicaciones son numerosas en rituales, en la mitología y en el pensamiento indio. Incluyendo: el *ancien del l'Inde de los dans de Le sacrifice*, co-autor con Madeleine Biardeau (prensas Universitaires de Francia, 1976); *Cocinar el mundo: Ritual y pensado en la India antigua*, transporte. Blanco De David (Prensa, 1996 De la Universidad De Oxford); y su libro más reciente, más conocido, titulado *solaire de Le Jumeau* (Seuil, 2000), que es un estudio en las diversas figuras del dios de la muerte Yama. Malamoud es también un lector muy fervoroso de Derrida, y más generalmente de la filosofía y del psicoanálisis contemporáneo. En su contribución, presentada en inglés, Charles Malamoud demostrará cómo el Hinduismo, se convirtió en una ideología nacionalista, adoptando modos de acción y pensó los patrones que pertenecen a las religiones monoteístas.

⁷ Boyer, Robert ; Aglietta, Michel; Lordon, Frédéric ; Orlean, André ; Théret Bruno, *La Théorie de la Régulation, Nouveau fondements analyses et propositions*, París, Francia, Avril 2000, pp. 121. El nombre dado por traducción al español : Nueva Teoría de la Regulación deviene de la Teoría de la Regulación firmemente fundada por los mismos autores. Trabajo aún no publicado.

⁸ Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jordan, Bradford, *Fundamentos de finanzas corporativas*, MacGraw Hill, Buenos Aires, Argentina, 2003, pp. 756.

Los tres autores son de extensa trayectoria en la publicación de libros y trabajos de investigación sobre los elementos funcionales de los nombrados instrumentos de deuda. En cualquiera de sus obras, fundamentalmente en “*Fundamentos de finanzas corporativas*” se pueden ver diversos tratamientos, algunos elementales y otros más complejos acerca de los bonos. Entre ellos encontramos temas relacionados con los derivados financieros y las combinaciones de los bonos con ellos.

Si entramos en el campo de valuación de bonos, los autores nombrados anteriormente también son una referencia en el tema; asimismo podemos referirnos a Diez Castro, Luis y Mascareñas Juan⁹.

Ambos se han dedicado conjuntamente al mercado europeo de bonos, con gran éxito en sus trabajos -los mismos son referencias en ámbitos tanto académicos como profesionales - mientras que los primeros han centrado principalmente su atención en los bonos de los Estados Unidos.

Para mencionar autores argentinos podemos referirnos a Rosiello Juan Carlos¹⁰, quien trabajó poniendo énfasis en el mercado argentino de bonos y es referente en aspectos relacionados con valuación y características generales.

Por otro lado encontramos a tres autores: Lo Tártaro D., Silva M. y Griffiths A.¹¹, quienes han realizado trabajos referidos al mercado de capitales argentino, y centran su estudio en los bonos de este país (Argentina).

Jeff Madura¹² es autor de estudios sobre el mercado de bonos e instrumentos financieros de deuda. Sus trabajos son referidos a los mercados preferentemente de los Estados Unidos; propone gran cantidad de ejemplos prácticos sobre valuación y una interesante teoría de los mercados financieros.

⁹ Diez Castro, Luis; Mascareñas, Juan, *Ingeniería financiera*, MacGraw Hill, Buenos Aires, Argentina, 2003, pp. 467.

¹⁰ Rosiello, Juan Carlos, *Bonos al alcance de todos*, Psyc, Buenos Aires, Argentina, 2003, pp. 362.

¹¹ Lo Tártaro, D. Silva M., Griffiths A., *El ABC del Mercado de Capitales Argentino*, IADER, Buenos Aires, Argentina, 2000.

¹² Madura, Jeff, *Mercados e instituciones financieras*, Thomson Learning, México, 2001, pp. 698.